

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Trading Companies &amp; Distributors

Fecha del informe: 28 abr 2022

Hora distribución: 12:00

Resultados 3m 2022 - Subimos estimaciones

Precio de Cierre: EUR 1,28 (28 abr 2022)

## Resultados 3m 2022

Opinión <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperadoImpacto <sup>(1)</sup>: Subimos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ief.com

+34 915 904 226

GAM (GALQ) es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de 16.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con 75 delegaciones en 10 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (56 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>75%) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c.16%).

## 1T22: fuerte crecimiento de ingresos (+37%), con mejora de márgenes. Subimos estimaciones

## Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	120,6	126,9
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	295,4	310,7
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,72 / 1,48 / 1,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación <sup>(3)</sup>	9,6	
Factset / Bloomberg	GALQ-ES / GALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

## Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,0
Pedro Luis Fernández	5,8
Banco Santander	4,4
Free Float	21,6

## Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	94,6	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	169,1	204,0	230,3	255,8
EBITDA Rec.	36,4	50,4	61,1	72,6
% Var.	18,0	38,4	21,3	18,7
% EBITDA Rec./Ing.	21,5	24,7	26,5	28,4
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	19,9	20,6	11,5	8,5
Beneficio neto	2,6	5,5	12,6	20,6
BPA (EUR)	0,03	0,06	0,13	0,22
% Var.	61,2	109,3	129,1	63,4
BPA ord. (EUR)	0,03	0,06	0,13	0,22
% Var.	19,1	74,2	129,1	63,4
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-11,9	-13,6	-1,0	7,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	147,5	161,2	162,2	154,8
DN / EBITDA Rec.(x)	4,0	3,2	2,7	2,1
ROE (%)	3,2	6,3	13,1	18,3
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	3,6	4,3	6,7	9,0

Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>

PER	45,8	21,9	9,6	5,9
PER Ordinario	38,2	21,9	9,6	5,9
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,75	1,45	1,28	1,16
EV/EBITDA Rec.	8,1	5,9	4,8	4,1
EV/EBIT	27,3	19,0	11,6	8,2
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	6,1

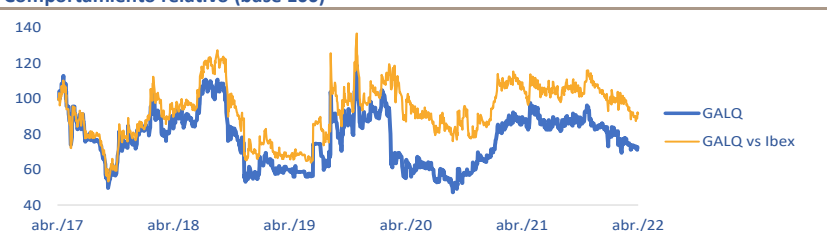
**CONTINÚA EL CRECIMIENTO DE DOBLE DÍGITO EN INGRESOS...** GALQ cierra el 1T22 con unos ingresos de EUR 49,9Mn (+36,7% vs 1T21; +9% vs 4T21), consolidando el ritmo de crecimiento de doble dígito observado durante todo el ejercicio 2021. Los ingresos avanzan gracias a la aceleración de sus tres negocios (y la consolidación del M&A ejecutado en 2021). Destacamos el buen comportamiento del negocio recurrente (de largo plazo; +58%) y del negocio de sin CAPEX (+36,1%). Por otro lado, el negocio de alquiler de corto plazo (el más afectado por la pandemia) rebota un 37% (aunque aún se encuentra por debajo de los niveles de 2019; lo que ofrece una oportunidad de crecimiento adicional).

**... QUE PERMITE UNA MEJORA DE SUS MÁRGENES (MG. EBITDA +4,3p.p.).** Pese a la "sombra" del contexto de inflación actual (que encarece el coste del combustible y repuestos, presionando temporalmente el margen bruto), el fuerte crecimiento en ingresos (+36,7%) se traduce en un crecimiento remarcable en EBITDA (+66,7%; por puro aprovechamiento de su apalancamiento operativo), que alcanza los EUR 12Mn (Mg. EBITDA 24% vs 19,7% en 1T21).

**REVISAMOS ESTIMACIONES AL ALZA (EBITDA 22e: +15,1%).** El escenario que planteamos para 2022e debiera permitir a GALQ generar ingresos de c. EUR 200Mn (+20,6% vs 2021; +15,9% vs estimación anterior) y EBITDA de EUR 50Mn. Múltiplos razonablemente atractivos en la medida en que la compañía cotiza a 6x EV/EBITDA (en línea con el sector) pero creciendo el doble (EBITDA 2022e-2024e: +20% TACC vs < 10% TACC para el sector en Europa).

**UNA HISTORIA DE CRECIMIENTO CONFIRMADA Y CREÍBLE.** Podemos afirmar que GALQ consolida su estrategia de crecimiento, duplicando vs 2019 el ingreso generado por los negocios de Largo Plazo, y sin Capex (aquellos que no requieren de capital y estructura adicional) hasta alcanzar cerca del 60% del mix de ingresos en 1T22. Un comportamiento remarcable que confirma la historia de crecimiento singular que GALQ representa en el sector industrial. Y que apunta un equity story creíble y de claro crecimiento. Pero que hasta el momento ha pasado desapercibido para el mercado (comportamiento de la acción -12m: -19,3%; -16,2% vs IBEX 35).

## Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,9	-7,6	-19,3	-14,7	20,8	-27,5
vs Ibex 35	-3,2	-6,2	-16,2	-12,3	35,4	-8,4
vs Ibex Small Cap Index	3,1	-8,5	-14,0	-13,7	0,6	-47,4
vs Eurostoxx 50	2,1	2,3	-13,2	-1,8	13,2	-30,9
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	4,2	0,9	-12,3	3,9	2,0	-42,2

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

## Resultados 3m 2022

### Subimos estimaciones

**Tabla 1. Resultados 1T22**

EUR Mn	3m22	3m22 Real		2022e vs	
	Real	3m21	vs 3m21	2022e	2021
Corto plazo	20,2	14,8	36,5%	84,0	36,6%
Largo plazo	10,9	6,9	58,0%	43,7	48,8%
Sin Capex	18,8	14,8	27,0%	76,3	78,5%
<b>Total Ingresos</b>	<b>49,9</b>	<b>36,5</b>	<b>36,7%</b>	<b>204,0</b>	<b>20,6%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>1</sup></b>	<b>12,0</b>	<b>7,2</b>	<b>66,7%</b>	<b>50,4</b>	<b>38,4%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>24,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>4,3 p.p.</i>	<i>24,7%</i>	<i>3,2 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>12,0</b>	<b>7,2</b>	<b>66,7%</b>	<b>50,4</b>	<b>41,1%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>24,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>4,3 p.p.</i>	<i>24,7%</i>	<i>3,6 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>n.a.</b>	<b>15,6</b>	<b>43,7%</b>
<b>Beneficio neto</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>90,0%</b>	<b>5,5</b>	<b>74,2%</b>

Nota 1: EBITDA Recurrente 3m22 y 3m21 no ajustado para excluir el impacto de gastos capitalizados. El EBITDA 2022e excluye gastos capitalizados estimados por Lighthouse por un importe de EUR 8,7Mn (EUR 7,2Mn en 2021).

Nota 2: Los resultados 1T22 publicados no incluyen información relativa al balance.

**Tabla 2. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2022e (Nuevo)	Revisión (%)	2023e (Nuevo)	Revisión (%)	2024e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>204,0</b>	<b>15,9%</b>	<b>230,3</b>	<b>23,1%</b>	<b>255,8</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>50,4</b>	<b>15,1%</b>	<b>61,1</b>	<b>30,6%</b>	<b>72,6</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>38,4%</i>	<i>18,5 p.p.</i>	<i>21,3%</i>	<i>14,3 p.p.</i>	<i>18,7%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>24,7%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	<i>26,5%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>28,4%</i>
<b>EBIT</b>	<b>15,6</b>	<b>-29,7%</b>	<b>25,4</b>	<b>2,1%</b>	<b>35,9</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>161,2</b>	<b>43,4%</b>	<b>162,2</b>	<b>56,7%</b>	<b>154,8</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>3,2 x</i>	<i>0,6 x</i>	<i>2,7 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>2,1 x</i>

Nota: El ajuste en el EBIT 2022e respecto al último estimado se debe esencialmente al incremento de la amortización (EUR 31,5Mn vs EUR 20,4Mn de nuestra estimación anterior). A partir de 2023e esperamos que permanezca al nivel de 2022e, lo que en gran medida explicaría el salto en EBIT y Beneficio Neto a partir de 2023e (y que teóricamente conllevaría niveles de PER 2023e de c. 10x).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(7,3)	5,6	13,9	315,1			
Market Cap	120,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	147,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,3%	Coste de la deuda neta			5,0%	5,5%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,0%	4,4%	
Risk free rate (rf)	1,8%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	12,0%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	45,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	55,0%	D			=	=	
WACC	7,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,4%	7,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Ashtead Group	AHT-GB	21.875,7	14,6	11,2%	7,0	8,2%	3,3	7,3%	46,4%	3,5%	57,1%
VP	VP-GB	446,5	11,7	10,6%	5,6	6,4%	1,6	4,6%	28,2%	2,4%	56,3%
Speedy Hire	SDY-GB	309,3	9,7	2,9%	3,6	n.a.	0,9	3,9%	26,3%	10,5%	-6,5%
HSS Hire Group	HSS-GB	141,8	6,8	n.a.	3,5	n.a.	0,8	n.a.	23,8%	8,9%	n.a.
<b>Europa</b>			<b>10,7</b>	<b>8,2%</b>	<b>4,9</b>	<b>7,3%</b>	<b>1,7</b>	<b>5,3%</b>	<b>31,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>35,7%</b>
United Rentals	URI-US	21.863,9	11,2	14,8%	6,3	7,8%	2,9	6,5%	46,5%	6,3%	25,4%
Herc Rentals	HRI-US	3.695,9	10,8	25,2%	5,5	19,4%	2,5	17,4%	45,5%	n.a.	n.a.
H&E Equipment S.	HEES-US	1.234,1	13,1	14,5%	5,0	7,1%	2,0	6,9%	39,5%	n.a.	n.a.
<b>USA</b>			<b>11,7</b>	<b>18,2%</b>	<b>5,6</b>	<b>11,4%</b>	<b>2,5</b>	<b>10,3%</b>	<b>43,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>25,4%</b>
<b>GALQ</b>	<b>GALQ-ES</b>	<b>120,6</b>	<b>21,9</b>	<b>93,5%</b>	<b>5,9</b>	<b>20,0%</b>	<b>1,4</b>	<b>12,0%</b>	<b>24,7%</b>	<b>n.a.</b>	<b>59,4%</b>

### Análisis de sensibilidad (2023e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	29,2%	67,4	4,4x
Central	26,5%	61,1	4,8x
Min	23,8%	54,9	5,4x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e				Escenario	FCF Rec./Yield 23e		
EBITDA 23e	12,6%	14,0%	15,4%					
67,4	8,4	5,2	1,9	➔	Max	7,0%	4,3%	1,6%
61,1	2,2	(1,0)	(4,3)		Central	1,8%	n.a.	n.a.
54,9	(4,0)	(7,3)	(10,5)		Min	n.a.	n.a.	n.a.

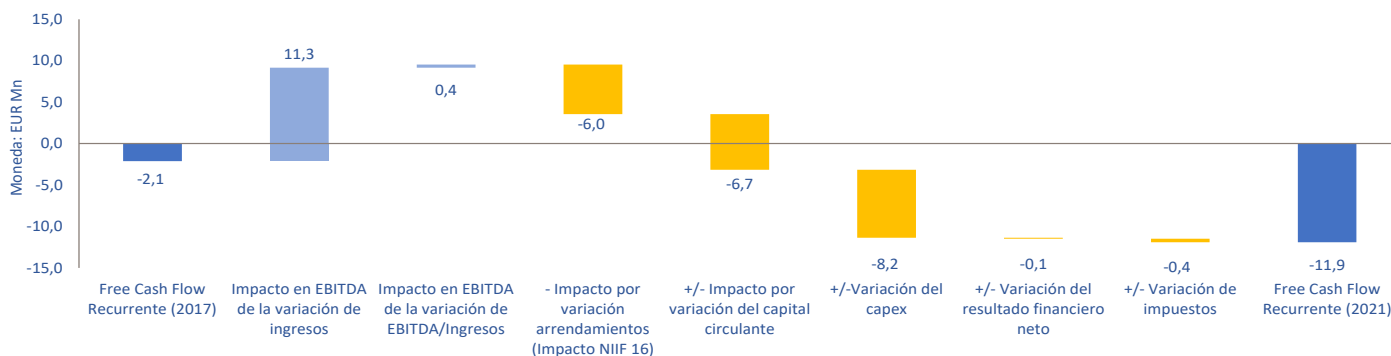
## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	2,0	1,2	22,1	21,2	22,3	22,3	22,3	22,3		
Inmovilizado material	125,1	132,8	138,5	151,7	201,3	209,1	217,6	226,3		
Otros activos no corrientes	4,8	3,8	3,6	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9		
Inmovilizado financiero	0,4	-	0,9	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	16,3	16,5	16,4	19,8	20,5	20,5	20,5	20,5		
Activo circulante	48,9	47,6	47,4	49,9	70,6	85,0	95,7	105,6		
<b>Total activo</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>325,3</b>	<b>347,7</b>	<b>367,2</b>	<b>386,0</b>		
Patrimonio neto	(10,5)	(17,6)	51,1	81,9	84,5	90,0	102,6	123,2		
Minoritarios	0,6	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,3	8,2	13,7	30,7	30,7	30,7	30,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	20,2	18,5	17,3	17,3	17,3	17,3		
Deuda financiera neta	178,3	187,1	121,9	108,6	147,5	161,2	162,2	154,8		
Pasivo circulante	28,7	31,9	27,4	30,0	44,9	48,2	54,0	59,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>197,5</b>	<b>202,0</b>	<b>228,9</b>	<b>253,0</b>	<b>325,3</b>	<b>347,7</b>	<b>367,2</b>	<b>386,0</b>		
<b>TACC</b>										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>Total Ingresos</b>	<b>117,2</b>	<b>132,2</b>	<b>143,1</b>	<b>134,1</b>	<b>169,1</b>	<b>204,0</b>	<b>230,3</b>	<b>255,8</b>	<b>9,6%</b>	<b>14,8%</b>
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>20,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>11,1%</i>		
Coste de ventas	(24,3)	(34,2)	(40,2)	(42,2)	(60,1)	(74,2)	(84,2)	(92,8)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>93,0</b>	<b>98,1</b>	<b>102,9</b>	<b>91,9</b>	<b>109,0</b>	<b>129,8</b>	<b>146,1</b>	<b>163,0</b>	<b>4,0%</b>	<b>14,4%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>79,3%</i>	<i>74,2%</i>	<i>71,9%</i>	<i>68,5%</i>	<i>64,4%</i>	<i>63,6%</i>	<i>63,4%</i>	<i>63,7%</i>		
Gastos de personal	(33,3)	(36,7)	(39,5)	(35,8)	(43,1)	(47,1)	(50,3)	(53,5)		
Otros costes de explotación	(35,0)	(34,4)	(29,5)	(25,2)	(29,5)	(32,2)	(34,6)	(36,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>24,7</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,4</b>	<b>61,1</b>	<b>72,6</b>	<b>10,1%</b>	<b>25,8%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>29,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>38,4%</i>	<i>21,3%</i>	<i>18,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>21,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>21,5%</i>	<i>24,7%</i>	<i>26,5%</i>	<i>28,4%</i>		
GASTOS DE REESTRUCTURACIÓN Y OTROS NO REC.	(1,5)	(2,6)	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>23,3</b>	<b>24,3</b>	<b>32,8</b>	<b>29,8</b>	<b>35,7</b>	<b>50,4</b>	<b>61,1</b>	<b>72,6</b>	<b>11,3%</b>	<b>26,6%</b>
Depreciación y provisiones	(23,9)	(23,2)	(21,7)	(20,6)	(20,0)	(31,5)	(32,8)	(34,0)		
Gastos capitalizados	6,3	7,5	7,7	6,3	7,2	8,7	9,1	9,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(7,9)	(8,1)	(12,1)	(12,1)	(12,1)	(12,1)		
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>15,6</b>	<b>25,4</b>	<b>35,9</b>	<b>17,3%</b>	<b>49,1%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	<i>475,1%</i>	<i>51,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>-30,8%</i>	<i>43,6%</i>	<i>43,7%</i>	<i>63,3%</i>	<i>41,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>14,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(12,6)	(10,2)	(13,0)	(7,0)	(7,5)	(8,4)	(8,8)	(8,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>7,3</b>	<b>16,8</b>	<b>27,5</b>	<b>25,8%</b>	<b>98,4%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>29,3%</i>	<i>77,1%</i>	<i>12,7%</i>	<i>161,2%</i>	<i>316,4%</i>	<i>108,6%</i>	<i>129,1%</i>	<i>63,4%</i>		
Extraordinarios	-	-	44,9	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>43,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>7,3</b>	<b>16,8</b>	<b>27,5</b>	<b>25,8%</b>	<b>98,4%</b>
Impuestos	(0,9)	(2,4)	(3,5)	0,3	(0,8)	(1,8)	(4,2)	(6,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,4%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(7,7)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>40,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,6</b>	<b>5,5</b>	<b>12,6</b>	<b>20,6</b>	<b>23,7%</b>	<b>98,6%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>30,5%</i>	<i>47,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-97,1%</i>	<i>130,4%</i>	<i>109,3%</i>	<i>129,1%</i>	<i>63,4%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(5,4)</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>12,6</b>	<b>20,6</b>	<b>26,8%</b>	<b>86,9%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-9,4%</i>	<i>117,3%</i>	<i>-128,6%</i>	<i>795,1%</i>	<i>70,3%</i>	<i>74,2%</i>	<i>129,1%</i>	<i>63,4%</i>		
<b>TACC</b>										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>50,4</b>	<b>61,1</b>	<b>72,6</b>	<b>10,1%</b>	<b>25,8%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(12,1)	(12,1)	(12,1)		
Var. capital circulante						(11,2)	(4,9)	(4,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>27,2</b>	<b>44,2</b>	<b>56,1</b>	<b>-1,0%</b>	<b>31,6%</b>
CAPEX						(30,6)	(32,2)	(33,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(8,4)	(8,8)	(8,6)		
Impuestos						(1,8)	(4,2)	(6,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>7,4</b>	<b>-53,8%</b>	<b>37,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>7,4</b>	<b>-69,7%</b>	<b>32,9%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>13,6</b>	<b>1,0</b>	<b>(7,4)</b>		

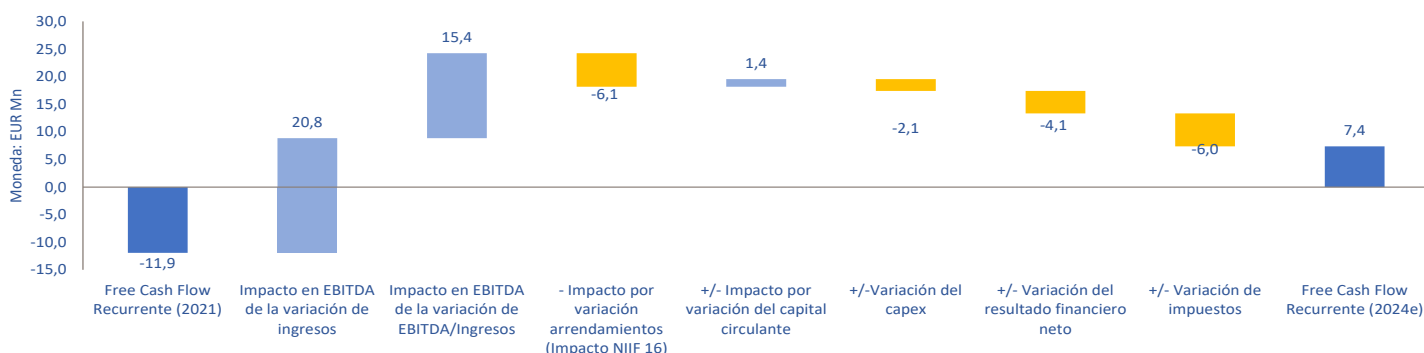
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,4</b>	<b>61,1</b>	<b>72,6</b>	<b>10,6%</b>	<b>25,8%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	8,9%	25,7%	-9,0%	18,0%	38,4%	21,3%	18,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	20,4%	23,7%	23,0%	21,5%	24,7%	26,5%	28,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(12,1)	(12,1)	(12,1)		
+/- Var. Capital circulante	4,6	(4,4)	0,2	(5,8)	(11,2)	(4,9)	(4,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>27,2</b>	<b>44,2</b>	<b>56,1</b>	<b>-7,9%</b>	<b>31,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	22,7%	-22,5%	7,8%	-6,5%	10,4%	62,4%	27,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	23,8%	17,1%	19,6%	14,6%	13,3%	19,2%	21,9%		
- CAPEX	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(30,6)	(32,2)	(33,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(5,5)	(6,7)	(4,5)	(8,4)	(8,8)	(8,6)		
- Impuestos	(1,2)	(1,5)	(0,7)	(0,9)	(1,8)	(4,2)	(6,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>7,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>37,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	148,1%	-519,7%	20,3%	-247,8%	-14,6%	92,3%	805,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	(2,6)	(1,1)	(1,0)	(0,7)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	6,0	4,2	(5,6)	(8,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,5)	52,0	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,9</b>	<b>50,8</b>	<b>(10,1)</b>	<b>(21,3)</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>7,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>32,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-14,2%	n.a.	-119,9%	-110,9%	36,0%	92,3%	805,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,4%	42,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,2	2,2	(2,1)	8,1	7,5	6,5	6,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,0)	4,7	(0,9)	(2,5)	6,5	4,2	4,7		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>2,2</b>	<b>6,9</b>	<b>(3,0)</b>	<b>5,6</b>	<b>14,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(5,1)	0,3	(1,3)	(6,1)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,6	(8,9)	4,6	(6,0)	(5,4)	6,3	0,5		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>5,8</b>	<b>(7,1)</b>	<b>1,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>2,6</b>	<b>17,0</b>	<b>11,9</b>		
+/- Variación del CAPEX	(1,9)	3,1	(0,7)	(8,7)	0,5	(1,6)	(1,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(1,1)	(1,2)	2,1	(3,9)	(0,4)	0,2		
+/- Variación de impuestos	(0,8)	(0,2)	0,8	(0,2)	(0,9)	(2,4)	(2,7)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,1</b>	<b>(5,3)</b>	<b>0,9</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>12,6</b>	<b>8,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>1,0</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(11,9)</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>7,4</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>15,6</b>	<b>25,4</b>	<b>35,9</b>	<b>7,8%</b>	<b>49,1%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	23,4%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(2,5)	(3,9)	(6,4)	(9,0)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>27,0</b>	<b>33,9</b>	<b>30,9</b>	<b>36,4</b>	<b>50,4</b>	<b>61,1</b>	<b>72,6</b>	<b>10,6%</b>	<b>25,8%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(5,1)	(4,7)	(6,0)	(12,1)	(12,1)	(12,1)		
+/- Var. Capital circulante	4,6	(4,4)	0,2	(5,8)	(11,2)	(4,9)	(4,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>31,5</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>	<b>24,6</b>	<b>27,2</b>	<b>44,2</b>	<b>56,1</b>	<b>-7,9%</b>	<b>31,6%</b>
- CAPEX	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(30,6)	(32,2)	(33,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(2,5)	(3,9)	(6,4)	(9,0)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>5,6</b>	<b>13,9</b>	<b>-49,6%</b>	<b>52,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	139,8%	-60,2%	47,4%	-329,8%	19,0%	176,7%	148,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,0%	1,9%	2,9%	n.a.	n.a.	2,4%	5,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	6,0	4,2	(5,6)	(8,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(1,5)	52,0	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>11,2</b>	<b>58,9</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(17,7)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>5,6</b>	<b>13,9</b>	<b>-53,1%</b>	<b>40,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	14,0%	428,2%	-102,9%	-918,6%	58,8%	176,7%	148,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,3%	0,9%	1,3%	n.a.	n.a.	1,9%	4,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,8%	19,9%	n.a.	n.a.	n.a.	1,9%	4,7%		

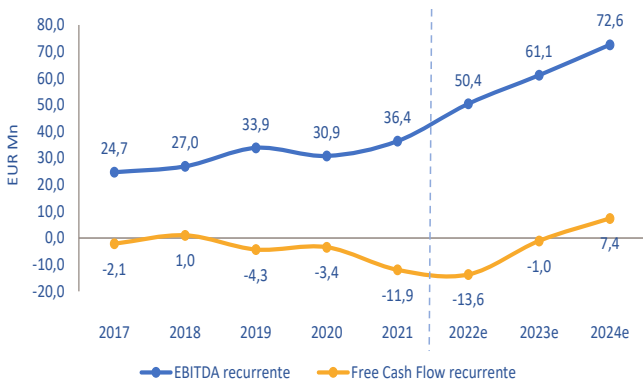
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



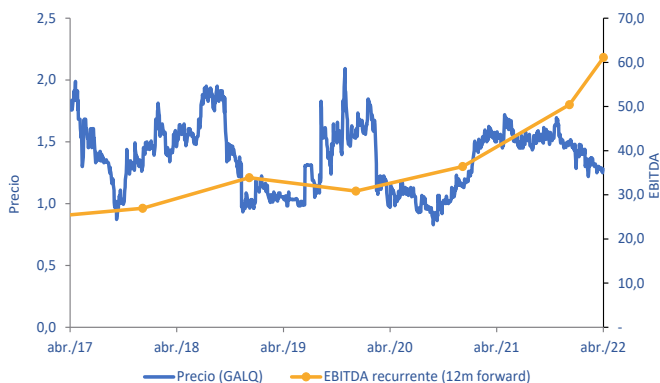
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



### Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



## Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mln	Fuente
Market Cap	120,6	
+ Minoritarios	0,4	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	30,7	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	147,5	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	3,8	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>295,4</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	11-21	12-24e
<b>Total Ingresos</b>	139,6	120,8	103,9	105,1	105,2	105,3	117,2	132,2	143,1	134,1	169,1	204,0	230,3	255,8	1,9%	14,8%
Cto. Total ingresos	-30,5%	-13,5%	-14,0%	1,2%	0,0%	0,1%	11,4%	12,8%	8,2%	-6,3%	26,1%	20,6%	12,9%	11,1%		
<b>EBITDA</b>	10,9	5,0	4,8	6,1	14,1	14,2	23,3	24,3	32,8	29,8	35,7	50,4	61,1	72,6	12,6%	26,6%
Cto. EBITDA	-44,4%	-54,6%	-4,1%	27,6%	133,2%	0,5%	63,6%	4,7%	34,5%	-8,9%	19,8%	41,1%	21,3%	18,7%		
EBITDA/Ingresos	7,8%	4,1%	4,6%	5,8%	13,4%	13,5%	19,8%	18,4%	22,9%	22,2%	21,1%	24,7%	26,5%	28,4%		
<b>Beneficio neto</b>	(61,3)	(17,1)	(28,3)	(5,8)	(11,1)	(11,1)	(7,7)	(4,0)	40,0	1,1	2,6	5,5	12,6	20,6	7,4%	98,6%
Cto. Beneficio neto	52,1%	72,2%	-65,7%	79,4%	-91,5%	0,0%	30,5%	47,9%	n.a.	-97,1%	130,4%	109,3%	129,1%	63,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,9	5,9	5,9	6,5	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-10,45	-2,91	-4,82	-0,90	-0,46	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,06	0,13	0,22	7,2%	98,6%
Cto. BPA	53,9%	72,2%	-65,7%	81,3%	49,4%	43,6%	30,7%	47,9%	n.a.	-98,4%	61,2%	n.a.	n.a.	63,4%		
BPA ord. (EUR)	-10,45	-2,91	-4,82	-0,90	-0,46	-0,11	-0,12	0,02	-0,01	0,03	0,03	0,06	0,13	0,22	7,2%	86,9%
Cto. BPA ord.	53,9%	72,2%	-65,7%	81,3%	49,4%	75,0%	-9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	19,1%	74,2%	n.a.	63,4%		
CAPEX	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(23,7)	(31,3)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(30,6)	(32,2)	(33,2)		
CAPEX/Vtas %	0,5%	0,2%	0,2%	22,6%	29,8%	29,7%	19,5%	18,8%	15,2%	16,7%	18,4%	15,0%	14,0%	13,0%		
<b>Free Cash Flow</b>	42,0	38,4	16,5	(2,6)	(14,2)	(7,8)	3,4	2,9	50,8	(10,1)	(21,3)	(13,6)	(1,0)	7,4	-9,6%	32,9%
DN/EBITDA (x) (2)	32,5x	n.a.	n.a.	27,1x	12,3x	12,8x	7,7x	7,7x	3,7x	3,6x	4,1x	3,2x	2,7x	2,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66,1x	53,8x	21,9x	9,6x	5,9x		
EV/Vtas (x)	2,67x	2,52x	2,83x	1,68x	2,41x	2,64x	1,99x	1,74x	1,59x	1,69x	1,87x	1,45x	1,28x	1,16x		
EV/EBITDA (x) (2)	34,1x	n.a.	n.a.	29,2x	18,0x	19,5x	10,1x	9,5x	6,9x	7,6x	8,8x	5,9x	4,8x	4,1x		
Comport. Absoluto	-74,8%	5,3%	80,0%	-70,8%	14,3%	16,7%	-41,1%	-22,4%	56,3%	-25,5%	31,1%	-14,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-71,0%	10,4%	48,2%	-71,9%	23,1%	19,1%	-45,1%	-8,8%	39,8%	-11,9%	21,5%	-12,3%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales comparables 2022e

		Europa					USA				
EUR Mn		Ashtead Group	VP	Speedy Hire	HSS Hire Group	Average	United Rentals	Herc Rentals	H&E Equipment S.	Average	GALQ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AHT-GB	VP-GB	SDY-GB	HSS-GB		URI-US	HRI-US	HEES-US		GALQ-ES
	País	UK	UK	UK	UK		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	21.875,7	446,5	309,3	141,8		21.863,9	3.695,9	1.234,1		120,6
Enterprise value (EV)		27.968,7	661,4	448,4	320,5		31.286,0	6.262,6	2.248,5		295,4
Información financiera básica	Total Ingresos	8.558,3	420,6	474,4	383,5		10.617,5	2.507,2	1.148,2		204,0
	Cto.Total Ingresos	12,1%	15,4%	4,4%	3,3%	8,8%	14,9%	27,2%	13,6%	18,6%	20,6%
	2y TACC (2022e - 2024e)	7,3%	4,6%	3,9%	n.a.	5,3%	6,5%	17,4%	6,9%	10,3%	12,0%
	EBITDA	3.970,5	118,8	124,7	91,2		4.940,6	1.140,9	453,7		50,4
	Cto. EBITDA	13,7%	8,7%	5,7%	4,1%	8,1%	21,8%	38,5%	20,1%	26,8%	41,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,2%	6,4%	n.a.	n.a.	7,3%	7,8%	19,4%	7,1%	11,4%	20,0%
	EBITDA/Ingresos	46,4%	28,2%	26,3%	23,8%	31,2%	46,5%	45,5%	39,5%	43,8%	24,7%
	EBIT	2.255,3	53,1	55,9	38,7		2.804,8	545,0	176,1		15,6
	Cto. EBIT	15,8%	92,1%	11,1%	7,3%	31,6%	28,5%	51,8%	47,9%	42,7%	43,7%
	2y TACC (2022e - 2024e)	21,7%	8,5%	22,5%	n.a.	17,6%	11,2%	27,5%	11,6%	16,8%	51,9%
	EBIT/Ingresos	26,4%	12,6%	11,8%	10,1%	15,2%	26,4%	21,7%	15,3%	21,2%	7,6%
	Beneficio Neto	1.502,6	34,5	31,8	19,9		1.817,9	349,9	93,3		5,5
	Cto. Beneficio Neto	17,4%	733,1%	27,5%	3,7%	195,4%	37,9%	64,2%	62,0%	54,7%	109,3%
2y TACC (2022e - 2024e)	13,2%	9,6%	4,4%	n.a.	9,1%	13,4%	33,0%	15,7%	20,7%	93,5%	
CAPEX/Ventas	25,0%	16,3%	13,2%	9,3%	15,9%	22,3%	44,4%	27,3%	31,3%	15,0%	
Free Cash Flow	756,6	10,6	32,4	12,6		1.367,3	(191,5)	(203,5)		(13,6)	
Deuda financiera Neta	6.686,7	168,4	133,7	121,0		8.697,8	2.608,2	1.204,1		161,2	
DN/EBITDA (x)	1,7	1,4	1,1	1,3	1,4	1,8	2,3	2,7	2,2	3,2	
Pay-out	22,4%	44,5%	46,0%	3,0%	29,0%	0,0%	13,3%	41,3%	18,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	11,7	9,7	6,8	10,7	11,2	10,8	13,1	11,7	21,9
	P/BV (x)	4,5	2,2	1,2	n.a.	2,7	3,2	n.a.	3,7	3,5	1,3
	EV/Ingresos (x)	3,3	1,6	0,9	0,8	1,7	2,9	2,5	2,0	2,5	1,4
	EV/EBITDA (x)	7,0	5,6	3,6	3,5	4,9	6,3	5,5	5,0	5,6	5,9
	EV/EBIT (x)	12,4	12,5	8,0	8,3	10,3	11,2	11,5	12,8	11,8	19,0
	ROE	30,9	19,2	12,5	n.a.	20,9	28,8	n.a.	28,4	28,6	6,3
	FCF Yield (%)	3,5	2,4	10,5	8,9	6,3	6,3	n.a.	n.a.	6,3	n.a.
	DPA	0,75	0,39	0,03	0,00	0,29	0,00	1,57	1,06	0,88	0,00
Dvd Yield	1,5%	3,5%	4,7%	1,5%	2,8%	0,0%	1,3%	3,1%	1,5%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la



opinión de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IFAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IFAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Abr-2022	n.a.	1,27	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
28-Feb-2022	n.a.	1,31	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
11-Nov-2021	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
02-Ago-2021	n.a.	1,48	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
31-May-2021	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
25-Feb-2021	n.a.	1,46	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
23-Dic-2020	n.a.	1,16	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
10-Nov-2020	n.a.	1,01	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
21-Oct-2020	n.a.	0,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
13-May-2020	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
08-Abr-2020	n.a.	1,21	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

